



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

**"IL SUPPORTO DI INCUBATORI, ACCELERATORI E FONDI DI VENTURE
CAPITAL ALLA CREAZIONE DI UNA RETE DI STARTUP INNOVATIVE"**

RELATORE:

CHIAR.MA PROF.SSA ELENA SAPIENZA

LAUREANDO: MATTEO FRANCESCATO

MATRICOLA N. 1066329

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

INDICE

Introduzione.....	3
CAP. 1: Il venture capital.....	4
1.1: Definizione e funzionamento di un fondo di Venture Capital.....	4
1.2: Incubatori e acceleratori di startup.....	8
1.3: Problemi legati alla valutazione di una startup.....	10
1.4: Gestione del portafoglio di startup in un fondo di venture capital.....	11
CAP. 2: Le Startup in Italia.....	13
2.1: La situazione italiana al 2012.....	14
2.2: Misure adottate in Italia per favorire la nascita di un ecosistema di startup...	16
2.2.1: Altre misure adottate.....	18
2.4: La situazione odierna delle startup in Italia.....	20
CAP. 3: H-Farm.....	22
3.1: Presentazione dell'azienda.....	22
3.2: La situazione finanziaria di H-Farm.....	24
3.3: H-Farm Investment.....	26
3.2.1: Startup Acceleration e Corporate Acceleration.....	26
3.2.2: Seed Financing con approfondimento di un caso pratico.....	28
Conclusione.....	32
Bibliografia.....	34
Sitografia.....	36

INTRODUZIONE

Con il presente elaborato mi propongo di condurre un'analisi sul funzionamento dei principali soggetti finanziatori di innovazione, ovvero i fondi di venture capital, gli incubatori e gli acceleratori, con l'obiettivo di sottolineare l'importanza che hanno queste iniziative economiche per lo sviluppo imprenditoriale di un territorio. Lo scopo di questa mia analisi è di evidenziare quanto sia importante sostenere la nascita e lo sviluppo di idee imprenditoriali, soprattutto se ad alto valore tecnologico, e dimostrare come questo sia raggiungibile più facilmente se alla base c'è il supporto di una categoria di finanziatori adatta e di un ambiente circostante ottimale.

Negli ultimi anni si è vista una crescita significativa di giovani imprese innovative specializzate in determinate nicchie di mercato non ancora esplorate. Ne sono un esempio le startup che hanno creato il mondo della *sharing economy*, suggerendo al cliente un nuovo modo di vivere un'esperienza o di acquistare un prodotto, le startup attive nel settore dell'*internet of thing* e le giovani imprese che hanno colto gli spunti derivanti dall'utilizzo dei *big data* (Morchio e Mazzara, 2015).

Queste realtà sono spesso supportate dall'aiuto di fondi d'investimento, che seguendo un proprio iter collaudato forniscono l'aiuto necessario per raggiungere più velocemente gli obiettivi del business plan. L'industria del venture capital ha infatti portato alla creazione di imprese di grande successo, tra cui Apple, Microsoft, Compaq Computer, Intel e Federal Express (Sahlman, 1990).

Nel primo capitolo di questo elaborato, dopo aver dato una definizione di venture capital, illustrando le peculiarità che contraddistinguono questo particolare tipo di finanziamento, si passa a un'analisi degli incubatori e degli acceleratori di startup, moderni catalizzatori di innovazione. Nel secondo capitolo si illustra invece la situazione del panorama italiano, soffermando l'attenzione sulle misure adottate in risposta ai problemi di inadeguatezza riscontrati nel nostro Paese. Infine, il terzo e ultimo capitolo si concentra sul H-Farm S.p.A., acceleratore di startup di Roncade (TV), che contribuisce alla crescita e allo sviluppo economico del territorio tramite il finanziamento di idee innovative.

Durante lo svolgimento di questa analisi ho avuto l'opportunità di avvalermi del supporto di Pietro Pollichieni, startupper di 20lines¹ e analista finanziario in H-Farm S.p.A., che mi ha aiutato a capire in modo concreto il funzionamento della società, leader in Italia e fortemente presente nel nostro territorio.

¹ 20lines: 20lines è una startup innovativa che mette in contatto una community di scrittori amatoriali che interagiscono per scrivere racconti brevi.

CAPITOLO 1 – IL VENTURE CAPITAL

1.1 DEFINIZIONE E FUNZIONAMENTO DI UN FONDO DI VENTURE CAPITAL

Il *venture capital* è un'attività di investimento con cui si gestiscono professionalmente capitali da investire in partecipazioni azionarie (Sahlman, 1990). Si tratta di un tipo d'investimento di breve e medio termine con cui un investitore investe in un'impresa per poi vendere la propria partecipazione ad altri soggetti una volta che l'impresa ha raggiunto una dimensione e una maturità adeguate (Zider, 1998). Questo tipo di finanziamento mette il fondo di venture capital nella posizione di *shareholder* e non di un semplice *stakeholder*, poiché acquistando una partecipazione nella società il fondo ne diventa socio, e come tale acquisisce una posizione rilevante all'interno dell'organizzazione societaria.

Gli investitori di un fondo di venture capital sono per lo più grandi investitori istituzionali, come fondi pensione e compagnie assicurative, che investono una piccola quota delle proprie disponibilità in investimenti ad alto rischio (Zider, 1998). Per il rischio assunto, il rendimento atteso a livello globale è stato stimato in media al 27% per il periodo 1980 – 2004, scendendo, complice la crisi economica e l'instabilità dei mercati, fino al 12,62% nel triennio 2010 – 2012 e tornando a crescere nell'ultimo triennio 2013 - 2015 attestandosi al 17,13% (GX Private Equity Index, 2015).

Il venture capitalist è di fatto un agente, un investitore altamente specializzato che investe per conto di altri soggetti in imprese a cui aggiunge valore tramite le sue conoscenze specifiche (Santana Félix, Pacheco Pires e Azzim Gulamhussen, 2008). Tuttavia, emerge un elevato grado di asimmetrie informative che si instaurano tra il venture capitalist, gli investitori e gli imprenditori. Il primo ha un ruolo attivo nelle imprese oggetto degli investimenti, consiglia persone da inserire nell'organico, lavora con i fornitori e con i clienti, interviene per perfezionare i *business plan* e apporta il suo aiuto in caso di cambiamenti strutturali di straordinaria amministrazione come fusioni e acquisizioni. In tutto ciò, gli investitori non hanno la possibilità di controllare i propri investimenti in modo diretto, e si trovano limitati a valutare l'operato del venture capitalist sulla base di report periodici che illustrano i risultati ottenuti (Sahlman, 1990). Infine, gli imprenditori sono coloro che hanno il set informativo più completo circa il progetto di business, con il rischio di eventuali comportamenti opportunistici (Chan, 1983). Il tipo di rapporto che si crea tra i tre soggetti rappresenta la peculiarità potenzialmente rischiosa di un investimento di venture capital, che come tale si disciplina con un set di contratti funzionalmente interconnessi tra loro che hanno come scopo ultimo quello di massimizzare il valore dell'impresa in cui si investe (Klauser e Litvak, 2001). L'obiettivo di massimizzazione del valore dell'impresa implica che gli investimenti iniziali nel fondo portino una rendita

interessante per gli investitori, che l'imprenditore tragga vantaggio dalla crescita del proprio business e che il venture capitalist massimizzi l'utile derivante dall'opzione di exit nel momento in cui cederà le proprie partecipazioni ad un nuovo investitore. Inoltre, il sistema di compensi argina il problema appena sollevato poiché il venture capitalist trae profitti sulla base delle performance delle imprese in cui ha allocato i capitali ricevuti dagli investitori e attraverso la riuscita di operazioni straordinarie di acquisizione, fusione e cessione di imprese (Sahlman, 1990). Il sistema di compensi è piuttosto uniforme tra i vari fondi di venture capital e si basa su un set di *fee* pari generalmente al 2,5% degli *asset* (Klauser e Litvak, 2001) o tra il 20% - 21% dei profitti (Gompers e Lerner, 1999). In alcuni casi inoltre la quota spettante al venture capitalist viene pagata solo dopo che gli investitori sono stati rimborsati di quanto conferito (Klauser e Litvak, 2001).

Per poter raggiungere nel modo più efficiente l'obiettivo comune di questi soggetti, e per arginare le asimmetrie informative e le possibilità di comportamenti opportunistici da parte degli imprenditori, di seguito vengono presentati alcuni strumenti e prassi diffuse nel settore, a partire dal finanziamento nell'impresa che segue una logica di *stage financing*. Il conferimento di liquidità non avviene in un'unica soluzione, bensì si suddivide in più *tranche*, ciascuna ancorata al raggiungimento di obiettivi strategici predeterminati in fase di sottoscrizione dell'accordo di finanziamento (cd. *milestone*). La tecnica dello stage financing permette al venture capitalist di ridurre le asimmetrie informative insite in questo tipo di rapporto. La suddivisione del finanziamento in più stadi riduce l'esposizione del venture capitalist al rischio totale dell'operazione grazie all'opzione di abbandono che può utilizzare prima di ogni successivo conferimento (Szego, 2002). Si prenda inoltre in considerazione che, nella pratica, se un imprenditore sa di avere un'idea di business scadente e/o sopravvalutata, eviterà di sottoporla ad un venture capitalist per un possibile contratto di finanziamento perché, ipotizzando che sia raggiunto un accordo, nel momento in cui dovessero emergere delle complicazioni il venture capitalist utilizzerà l'opzione di exit sancendo di fatto il fallimento dell'imprenditore. Lo stage financing funge anche da potente incentivo per l'imprenditore, incoraggiandolo a raggiungere gli obiettivi fissati con le milestone (Klauser e Litvak, 2001) e a ridurre i problemi di agenzia dato che gli interessi dell'imprenditore si allineano a quelli del venture capitalist (Szego, 2002). Lo stage financing inoltre permette all'imprenditore di ridurre i costi del capitale esterno. Se l'impresa risulta profittevole sarà in grado di scontare tassi d'interesse più vantaggiosi nei successivi *round* di finanziamento (Szego, 2002). Tuttavia, si delinea un trade-off per l'imprenditore che deve trovare un equilibrio tra il numero ideale di partecipazioni societarie da cedere a basso prezzo in cambio di liquidità, e la possibilità di far

ricorso ai capitali del venture capital in modo sicuro e continuativo evitando di incrinare l'esercizio dell'impresa (Sahlman, 1988).

La prassi che regola l'apporto di mezzi finanziari prevede che l'imprenditore sia sempre socio di maggioranza dell'impresa, con l'effetto costante di motivarlo e stimolarlo per la buona riuscita del progetto imprenditoriale, con il costo però a carico del venture capitalist di vedere limitato il suo controllo nell'impresa (Szego, 2002). Uno strumento per risolvere il problema sollevato prevede la sottoscrizione di *convertible preferred stock*, al posto delle classiche azioni, per effettuare i conferimenti di capitale. Queste particolari azioni, che trovano largo utilizzo nelle operazioni di venture capital nei paesi anglosassoni, sono degli strumenti finanziari *nonparticipating* che danno il diritto esclusivamente al pagamento di un dividendo privilegiato definito per contratto in somma fissa o percentuale, oltre ad una quota di liquidazione privilegiata, evitando cioè la partecipazione diretta all'equity dell'impresa. Inoltre, danno diritto ad un'opzione di convertibilità che le può trasformare in *participating*, dando il diritto al titolare di partecipare alla divisione totale degli utili, oltre a quelli previsti dal privilegio, o secondo misure previste per contratto (Szego, 2002). La flessibilità di questo strumento finanziario permette di ridurre nuovamente le possibilità di comportamenti opportunistici da parte dell'imprenditore. L'imprenditore infatti è sempre incentivato a raggiungere risultati superiori a quelli prefissati poiché il venture capitalist partecipa ai profitti in modo limitato da quanto previsto da contratto, ciò implica che la differenza va tutta a favore dell'imprenditore. Inoltre, se il finanziamento è strutturato in stage financing, l'imprenditore ha tutto l'interesse di riportare solamente informazioni che rispecchino la realtà dello sviluppo del business. Nel caso in cui se ne esagerassero le potenzialità con l'idea di scontare un prezzo migliore durante il successivo round di finanziamenti, il venture capitalist avrebbe tutto l'interesse di utilizzare l'opzione di conversione e acquisire di conseguenza azioni ordinarie a un prezzo basso con il conseguente concorso alla divisione degli utili (Szego, 2002).

Anche se si prevede che l'imprenditore sia sempre socio di maggioranza della società, è consentito che al verificarsi di determinati eventi straordinari nella vita dell'impresa, questo assetto possa venire meno. Uno strumento idoneo a mantenere tale assetto è la *board representation* con cui si riconosce al venture capitalist il diritto di avere una rappresentazione nel consiglio di amministrazione, dando un diritto di veto al venture capitalist per la delibera di determinate operazioni previste con il contratto di finanziamento (Szego, 2002).

Infine, al momento della sottoscrizione del finanziamento si definiscono le clausole per regolare la *way out*, più frequentemente denominata *exit*, dell'imprenditore o del venture capitalist dalla società. Data la delicatezza dell'operazione, emergono delle possibili fonti di conflitto al momento dell'*exit*. Innanzitutto, è cruciale che il venture capitalist si tuteli, nel caso di una

società con più di un imprenditore, da una possibile uscita di uno dei soci imprenditori, poiché in questo caso si incrinerebbe il modello di business, mentre nel caso in cui la società abbia un unico imprenditore si vanificherebbe in toto l'investimento dato che gli imprenditori sono i soli detentori del *know how* del progetto. Gli strumenti utilizzati nella prassi contrattualistica prevedono clausole di alienazione della partecipazione del socio imprenditore e clausole che danno diritto al venture capitalist di recedere dalla società con la conseguente liquidazione delle sue quote o l'obbligo di acquisto delle stesse da parte dell'imprenditore, utilizzando l'opzione di recesso (Szego, 2002). L'orizzonte temporale dell'investimento è limitato e va generalmente dai quattro ai dieci anni. L'operazione di investimento si può concludere con la rivendita delle partecipazioni ad un nuovo investitore, con un'azione di fusione con un'altra impresa o di acquisizione da parte di un'azienda, o con un'operazione di *IPO*². In questa fase, inoltre, i collegamenti creati dal venture capitalist rendono più facile l'exit, soprattutto perché le banche d'investimento sono sempre disponibili a valutare nuovi investimenti in società promettenti (Zider, 2008). In Europa, ad esempio, si evidenzia che i fondi di venture capital che hanno instaurato solidi legami con imprese finanziarie hanno mediamente *way out* più veloci (Santana Félix, Pachelo Pires, Azzim Gulamhussen, 2008).

² *IPO: Initial Public Offering*. Offerta al pubblico dei titoli di una società attraverso la quotazione.

1.2 INCUBATORI E ACCELERATORI DI STARTUP

Storicamente, gli imprenditori utilizzano prevalentemente le proprie disponibilità economiche per avviare un'impresa o raccolgono il capitale grazie all'aiuto dei familiari e degli amici. Le implicazioni di questa scelta non sono da tralasciare, sebbene questo discorso valga anche se il capitale utilizzato è quello personale, va considerato che spesso l'utilizzo di capitali di parenti e amici porta con sé il rischio di rovinare le relazioni (O'Donnel, 2010). Questa opzione, inoltre, nell'ultimo periodo ha risentito dell'incertezza portata dalla crisi economica del 2008 – 2010, limitandone l'utilizzo data la scarsità di disponibilità da allocare in attività finanziarie rischiose e data l'avversione al rischio dilagante tra le persone.

Un'altra categoria di soggetti che hanno aiutato spesso gli imprenditori a lanciare il loro progetto è quella dei *business angel*, soggetti con una notevole disponibilità di mezzi finanziari che investono parte del proprio capitale personale in un'impresa in cambio di quote di partecipazione all'equity (Hatten, 2009). Anche questa opzione ha risentito delle conseguenze portate dalla crisi economica, aumentando lo scetticismo di questi soggetti anche di fronte a progetti che in un altro periodo storico avrebbero meritato di essere accolti. Inoltre, si evidenzia che i business angel investono somme relativamente contenute che aiutano il lancio del progetto ma che non possono sostenerne lo sviluppo.

L'accesso al credito è sempre stato difficile per gli imprenditori che volevano avviare un'impresa. Le banche infatti, data la notevole incertezza e il conseguente rischio della situazione, generalmente non concedono prestiti in questa fase e questo dato si è accentuato notevolmente nell'ultimo periodo di crisi economica (Hoffman, Radojevich-Keller, 2012).

Infine, i fondi di venture capital puri tendono a non investire in imprese early stage perché ancora troppo incerte, preferendo attività già sviluppate che si posizionano nel mezzo della tipica *S curve* industriale (Zider, 1998).

Alla luce di queste considerazioni, gli aspiranti imprenditori si trovano costretti a cercare fonti di finanziamento alternative in grado di rispondere alle loro esigenze. La risposta arriva da una relativamente nuova realtà imprenditoriale: gli acceleratori (Mitchell, 2010).

Gli acceleratori sono imprese fondate da esperti di business che forniscono servizi di management, spazi e attrezzature, *mentoring*, *networking* e conoscenze agli startupper per metterli nella condizione di attraversare con successo la fase di avvio d'impresa (Fishback et al., 2007).

Esistono diverse tipologie di acceleratori e di incubatori, raggruppabili in quattro distinte categorie:

1. gli incubatori legati al mondo accademico, dove le università investono nella trasformazione di *spin-off* in startup di successo attraverso supporto in ricerca, conoscenze e trasferimenti tecnologici, oltre che ad infrastrutture;
2. gli incubatori che si sviluppano all'interno di grandi aziende, spesso grandi multinazionali che fanno crescere startup per investire in progetti di ricerca e sviluppo e in nuove idee applicabili alle varie *business unit* aziendali;
3. gli incubatori del settore pubblico, che hanno la funzione di incoraggiare l'imprenditoria e lo sviluppo economico locale;
4. gli acceleratori privati, che operano come delle realtà economiche indipendenti e che sono diventati una categoria industriale aggiuntiva che opera con lo scopo di effettuare investimenti di accelerazione e di *seed* in progetti imprenditoriali con l'obiettivo finale di realizzare un guadagno importante derivante dalla cessione prevista alla fine del rapporto (Dempwolf, Auer e D'Ippolito, 2014).

Incubatori e acceleratori dispongono al loro interno di professionisti esperti che aiutano le startup attraverso assistenza nelle funzioni aziendali più critiche, forniscono spazi attrezzati per svolgere l'attività d'impresa e danno la possibilità di attingere ad un vasto network di possibili collegamenti come fornitori, clienti, banche e potenziali nuovi investitori (Isabelle, 2013). L'apporto quindi si divide in due parti, in servizi, la cui valutazione economica costituisce la maggioranza dell'investimento totale, e in un effettivo conferimento di denaro.

I termini "incubatore" ed "acceleratore", sebbene nell'uso quotidiano siano utilizzati come sinonimi, si riferiscono a due soggetti con delle sottili differenze. I primi si focalizzano generalmente su imprese appartenenti a tutte le categorie industriali, *incubandole* per un periodo di tempo che va da uno a cinque anni (mediamente trentatré mesi). Gli acceleratori invece sono soggetti attivi soprattutto nel settore dell'IT e più in generale delle startup *web-based*, che dopo una rigida e severa selezione si occupano della fase di *pre-seed* con attività di *business development* (Dempwolf, Auer e D'Ippolito, 2014). Il processo di selezione avviene durante dei *bootcamp*, contest a cui partecipano un gruppo di candidati qualificati e con idee straordinarie con l'ambizione di riuscire ad entrare in un programma di incubazione o accelerazione (Fishback, 2007).

1.3 PROBLEMI LEGATI ALLA VALUTAZIONE DI UNA STARTUP

La valutazione di una startup in fase *early stage* è molto critica visto che non si può basare su dei dati storici ma solamente su delle previsioni di crescita che vedono come caratteristica nevralgica la qualità dell'idea imprenditoriale e la personalità degli imprenditori.

Il metodo ritenuto più attendibile per fare delle valutazioni è quello dei *Discounted Cash Flow*, che si basa sull'assunzione che il valore attuale di un'impresa sia dato dalla sua capacità di generare flussi di cassa positivi in futuro. La mancanza di dati storici potrebbe impedire l'utilizzo del metodo dei *Discounted Cash Flow*, dato che la prassi del settore implica generalmente che la valutazione di un'idea di business risente dei seguenti fattori:

1. i venture capitalist danno spesso una valutazione delle idee di business considerando i contratti conclusi fino a quel momento, cercando quindi di far scontare all'impresa oggetto di valutazione gli eventuali errori commessi in precedenza sulla valutazione di altre startup (Festel, Wuermseher e Cattaneo, 2013);
2. c'è elevata asimmetria informativa dato che chi valuta l'azienda lo fa sulla base delle informazioni fornite dal team di aspiranti startupper, asimmetria informativa, che può portare a comportamenti opportunistici di selezione avversa omettendo importanti informazioni, o di *moral hazard* evitando di compiere determinate azioni (Sanders e Boive, 2004);
3. il processo decisionale che precede l'investimento è diviso in due parti, nella prima gli investitori determinano l'idoneità dell'azienda ad essere valutata più scrupolosamente, mentre nella seconda si studia approfonditamente l'idea di business per arrivare a una successiva negoziazione del contratto (Maxwell et al., 2011).

Tuttavia, Festel, Wuermseher e Cattaneo (2013) osservano come nel settore delle startup tecnologiche queste vengano solitamente finanziate solo con equity, semplificando quindi l'individuazione di un tasso di sconto appropriato con cui scontare i flussi di cassa attesi per ottenere il *present value* dell'impresa.

1.4 GESTIONE DEL PORTAFOLIO DI STARTUP IN UN FONDO DI VENTURE CAPITAL

Oltre a decidere in quali realtà economiche investire, un fondo di venture capital, un incubatore o un acceleratore si trova di fronte anche ad un altro problema: decidere quando ha raggiunto il numero di startup *ideale* in cui investire. Questo sia per gestire il rischio specifico connesso alle attività oggetto dell'investimento, sia per essere in grado di dare il supporto necessario per perfezionare un'aggiunta di valore alla startup. Negli Stati Uniti, infatti, si riscontra che le *venture capital backed firm*³ sono più innovative e registrano un numero significativamente più elevato di brevetti (Kortum e Lerner, 2000), questo si raggiunge anche e soprattutto con i vantaggi derivanti dall'appartenenza a un fondo d'investimento di questo genere. Inoltre, se le startup sono incubate, sviluppano più velocemente i propri progetti (Hellmann e Puri, 2002). Per i venture capitalist, per gli incubatori e per gli acceleratori esiste quindi un *trade-off* tra il numero di imprese da inserire nel proprio portafoglio di investimenti e la qualità dei servizi di supporto forniti alle società. Al diminuire del ritorno derivante dall'impegno in attività di *mentoring* e supporto, e se le startup sono identiche o molto simili, si dovrebbe aumentare il numero di startup presenti nel proprio portafoglio piuttosto che concentrare le proprie energie su pochi progetti. Logicamente, nel momento in cui molte startup con elevate potenzialità richiedono interventi di investimento, questi investitori saranno incoraggiati ad accogliere più imprese andando a scontare questo fatto con un peggioramento della qualità dei servizi offerti. L'*effort cost* per il soggetto investitore cresce progressivamente al crescere delle imprese incubate (Kanniainen e Keuschnigg, 2003). Ciò li porta ad essere più simili a banche d'investimento che, a questo punto, si trovano ad effettuare investimenti estremamente rischiosi e incerti. L'incertezza tipica dell'early stage si riduce grazie alle attività di *mentoring* e agli altri servizi di supporto forniti (Kanniainen e Keuschnigg, 2003).

Nelle operazioni di finanziamento, la diversificazione del rischio è sempre implicitamente prezzata. L'imprenditore compensa il venture capitalist per l'extra rischio a cui sono soggetti gli investitori. Questo avviene anche se l'imprenditore è posto in una posizione privilegiata di socio di maggioranza della sua impresa e di possessore di uno specifico know-how senza il quale la startup non potrebbe esistere (Jones e Rhodes-Kropf, 2004).

Al momento della decisione di finanziamento si palesano infatti i seguenti fattori:

1. il fondo di venture capital e gli investitori stipulano un accordo, il quale tuttavia espone il fondo al rischio idiosincratico delle varie startup *a priori*, prima che il fondo

³ Venture capital backed firm: startup cresciuta grazie al supporto di un fondo di venture capital.

- effettivamente compia l'investimento. Il contratto, di conseguenza, ricompensa il venture capitalist per il rischio *atteso* del portafoglio di imprese;
2. il fondo, a questo punto, inizia a negoziare con gli imprenditori considerando solamente il rischio *specifico* del progetto, non il rischio *medio del portafoglio*. All'aumentare del rischio specifico del business il venture capitalist richiederà una maggiore partecipazione azionaria mantenendo invariato l'ammontare da investire, e viceversa;
 3. successivamente, il fondo tende a chiedere all'imprenditore una riduzione del prezzo dell'investimento, o con uno sconto sull'ammontare da investire, o con un aumento della partecipazione. Questo per ricompensare il rischio personale di cui si fa carico il venture capitalist;
 4. infine, nel caso in cui l'imprenditore ceda più del dovuto per compensare il fondo, se il rischio del progetto d'investimento è più alto delle aspettative, allora più sono alti anche i guadagni per gli investitori. Viceversa, fintantoché il rischio dell'investimento rimane più basso delle aspettative, più bassi sono anche i guadagni per gli investitori (Kanniainen e Keuschnigg, 2003).

La correlazione tra rischio, incentivi e rendimento potrebbe spingere gli investitori ad investire in progetti più rischiosi, ma potrebbe anche portare il fondo a modificare il proprio profilo di rischio. Ciò non succede perché gli investitori guadagnano solamente sui profitti che eccedono il rendimento *atteso*, come previsto da contratto, e inoltre perché anche se investitori e venture capitalist decidessero di aumentare la rischiosità dei propri investimenti, il fondo di venture capital modificherebbe la struttura di commissioni legate agli investimenti per riflettere l'aumento della rischiosità. Inoltre, sempre grazie alla contrapposizione tra investitori e venture capitalist, il secondo non ha nessun interesse ad alterare il proprio profilo di rischio dato che il fondo ha un'opzione *in-the-money* sulle imprese in cui ha investito, e ciò porta il venture capitalist a concentrarsi sui risultati delle startup senza sprecare energie e risorse per un'operazione di cambiamento di rischiosità (Jones e Rhodes-Kropf, 2004).

CAPITOLO 2 – LE STARTUP IN ITALIA

L'Italia è da sempre la patria di imprese leader nel settore *lifestyle*. Le case di moda italiane, le case automobilistiche di nicchia, le grandi aziende di arredamento e design e quelle legate al *food* hanno fatto sì che il *Made in Italy* risultasse agli occhi del mondo una garanzia di ricercatezza e alta qualità. Se a questo si aggiunge la fiorente tradizione artigiana e le potenzialità innovative di cui dispone il nostro capitale umano, anche nei settori della ricerca medica e ingegneristica, ci si dovrebbe sorprendere nel constatare la totale assenza di nuove imprese tecnologiche italiane che spiccano nel panorama mondiale (Mazzara e Morchio, 2015). Le nuove opportunità da cogliere sul mercato sono principalmente legate alla tecnologia e all'IT, come testimonia la fitta rete di startup tecnologiche che si sta sviluppando negli ultimi anni utilizzando i nuovi trend tecnologici quali l'*Internet of Thing*, la *Sharing Economy* e i *Big Data*. Considerando anche che la normativa italiana, a partire dal 2012 come si approfondirà in seguito, ha fatto passi da gigante per agevolare la nascita di startup tecnologiche, risulta sconcertante scontrarsi con la dura realtà che non vede nessun nuovo *player* italiano attivo in questi settori in grado di imporsi con vigore sul mercato mondiale (Mazzara e Morchio, 2015). Una possibile ragione può venire dalla constatazione di una scarsa cultura organizzativa al di fuori delle imprese (Barberis et al., 2012).

La normativa italiana in materia di startup innovative si è evoluta in modo consistente, creando le condizioni necessarie per incoraggiare la nascita di nuove imprese. Gli innovatori, infatti, investono risorse ed energie per dare vita a idee visionarie. Se un paese è ospitale queste idee si sviluppano, altrimenti si sviluppano altrove o non si sviluppano (Barberis et al., 2012).

2.1 LA SITUAZIONE ITALIANA AL 2012

Alla luce delle considerazioni fatte, nel 2012 il Ministro dello Sviluppo Economico Corrado Passera istituì una Task Force composta da dodici esperti del settore incaricati di riflettere e avanzare proposte su come rendere l'Italia un Paese che incoraggiasse la nascita e la crescita di startup innovative. (Barberis et al., 2012)

I risultati emersi dall'analisi della Task Force indicarono che fosse necessaria una semplificazione normativa e amministrativa più consistente rispetto alla situazione vigente allora. Sebbene fossero già in corso opere di semplificazione, come ad esempio l'istituzione di una nuova forma giuridica per le imprese, l'S.R.L.S., che permette di costituire un'impresa con un capitale minimo di un euro, non è stata individuata nessuna misura per esentare gli startupper dai gravosi oneri notarili, sia in sede di costituzione, che in caso di successive modifiche statutali. L'accesso al credito e ad altri tipi di finanziamento risultava scoraggiante. In risposta a questo problema furono avanzate alcune ipotesi, come ad esempio l'istituzione di un "*Fondo dei Fondi*" che investisse nei fondi di venture capital, negli incubatori o negli acceleratori utilizzando un criterio meritocratico; l'istituzione di un fondo di garanzia per il credito erogato dalle banche alle startup; l'ideazione di una certificazione per incubatori e acceleratori, sempre su base meritocratica. Si riscontrarono inoltre opportunità di migliorare sensibilmente il processo di exit in tutti e tre i metodi più comunemente utilizzati nella prassi:

1. il *management buy out*, ovvero la liquidazione degli investitori e il riacquisto dell'intera proprietà dell'impresa da parte degli imprenditori, può essere reso più attraente attraverso incentivi fiscali;
2. l'acquisizione da parte di un'azienda tramite un'operazione di fusione o acquisizione, si scontra con la scarsa cultura di *Merger and Acquisition* italiana, per diffonderne l'utilizzo si consiglia di predisporre programmi di defiscalizzazione;
3. l'*IPO*, cioè la quotazione della startup in borsa, dovrebbe essere meno onerosa, obiettivo raggiungibile abbattendo i costi di quotazione per le startup innovative.

Infine, in caso di insuccesso del progetto imprenditoriale, eventualità non così remota considerando l'alta incertezza del settore, non si riteneva giusto assoggettare lo startupper alle dure conseguenze che prevede il fallimento (Barberis et al., 2012).

Emergeva quindi una situazione di inadeguatezza del nostro Paese, che scoraggiava la nascita di una rete di startup innovative. Posto inoltre che l'accesso al credito e più in generale ai finanziamenti a vario titolo sono di cruciale importanza per far nascere una rete di nuove imprese tecnologiche. Tuttavia, gli investitori istituzionali come i fondi di venture capital

cercano di investire in paesi con ottime politiche di protezione dei creditori (Allen e Song, 2002).

La situazione finora analizzata rispecchia una fotografia dell'Italia in data 2012, dove la maggior parte delle misure per rendere il nostro Paese più *ospitale* dovevano ancora essere adottate.

Nel prossimo paragrafo si evidenzieranno i provvedimenti presi sulla base delle considerazioni fatte.

2.2 MISURE ADOTTATE IN ITALIA PER FAVORIRE LA NASCITA DI UN ECOSISTEMA DI STARTUP

Come punto di partenza, si è ritenuto dare una definizione di startup innovativa, in modo tale che fosse chiaro quali iniziative economiche potessero qualificarsi come tali. Una startup innovativa è un'impresa che rispetta i seguenti requisiti:

1. è stata costituita da meno di cinque anni;
2. ha la sua sede principale in Italia, in un altro Paese dell'Unione Europea o in altri Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, mantenendo comunque una sede produttiva o una filiale in Italia;
1. fattura annualmente per un importo inferiore a cinque milioni di euro;
2. non distribuisce utili e non ne ha mai distribuiti;
3. il suo oggetto sociale prevede la produzione e la commercializzazione di prodotti o di servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
4. non è nata da una fusione, da una scissione di società o a causa della cessione di un'azienda o di un suo ramo;
5. ha carattere innovativo, il quale si deve riscontrare nella presenza di almeno uno dei seguenti criteri: almeno il 15% del valore più alto tra il fatturato e i costi annui è imputabile a ricerca e sviluppo; il totale della forza lavoro della giovane impresa comprende almeno 1/3 di dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure almeno 2/3 dei soci o dei collaboratori deve essere in possesso di un titolo di laurea magistrale; l'impresa è proprietaria di un brevetto registrato o ha la proprietà di originaria di un software informatico (Ministero dello Sviluppo Economico, 2016).

Come sottolineato in precedenza, le startup hanno bisogno di un ambiente favorevole al loro sviluppo, e già il fatto che si sia sentito il bisogno di darne una definizione precisa dimostra che finalmente se ne vedono concretamente le potenzialità. Tuttavia, per favorirne l'insediamento, è stata riscontrata un'inadeguatezza risolvibile seguendo alcune misure suggerite con il report Restart Italia e implementate dal Ministero dello Sviluppo Economico (Barberis et al., 2012), Per facilitare la fase di lancio si è intervenuti attraverso due misure specifiche:

1. la predisposizione di un *modello standard tipizzato per la costituzione e le successive modifiche* (Art. 4, comma 10 bis *Investment Compact*) con cui le startup innovative e gli incubatori certificati possono redigere l'atto costitutivo e le successive modifiche, snellendo sensibilmente il peso burocratico di una costituzione standard (Gazzetta Ufficiale, 2015);

1. *l'esonero da diritti camerali e imposta di bollo* che esclude le startup innovative e gli incubatori certificati dal pagamento del diritto annuale in favore delle Camere di Commercio, del pagamento dei diritti di segreteria e le imposte di bollo per le varie operazioni presso il Registro delle Imprese (Agenzia delle Entrate, 2014).

Preso atto del fatto che fosse necessario continuare a supportare le startup anche durante la loro crescita, sono state avanzate le seguenti misure:

1. la possibilità di assumere personale con contratti a tempo determinato per una durata massima di trentasei mesi. Passato questo termine il contratto potrà essere rinnovato nuovamente fino ad un massimo di dodici mesi, trovando infine un proseguimento naturale nella conversione del rapporto nella forma di contratto a tempo indeterminato;
2. la *facoltà di remunerare il personale in modo flessibile*. Oltre una soglia minima fissa, l'imprenditore può remunerare i propri collaboratori con una remunerazione variabile sulla base di diversi fattori collegati all'efficienza o alla redditività aziendale;
3. il *credito d'imposta per l'assunzione di personale altamente qualificato*. È previsto un credito d'imposta del 35% del costo aziendale totale sostenuto per le assunzioni a tempo indeterminato, o anche per contratti di apprendistato nel primo anno del nuovo rapporto di lavoro (Ministero dello Sviluppo Economico, 2016);
4. gli *incentivi fiscali per investimenti in startup innovative*. Si prevede una detrazione Irpef per le persone fisiche pari al 19% dell'investimento fino a un massimo investito di 500 mila euro, e una deduzione dall'imponibile Ires del 20% dell'investimento fino a un massimo investito pari a 1,8 milioni di euro. Il vantaggio è più alto se l'investimento è effettuato in startup a vocazione sociale ⁴o che sviluppino e commercializzano prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico, portato la detrazione Irpef fino al 25% e la deduzione dell'imponibile Ires al 27%;
5. l'*introduzione dell'equity crowdfunding*. Le startup, come anche le PMI innovative, possono effettuare una raccolta di capitale diffuso tramite portali online autorizzati.
6. *Intervento semplificato per le startup innovative al Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese*. Si tratta di un fondo pubblico che facilita l'accesso al credito garantendo i prestiti bancari concessi fino all'80% del credito erogato dalla banca con un tetto di 2,5 milioni di euro per ciascun prestito.

Infine, si rileva un intervento per disciplinare il caso in cui la startup non decolli: *il fail-fast*. Le startup innovative sono sottratte all'ordinaria disciplina del fallimento e si dà la possibilità all'imprenditore di poter ripartire con una nuova impresa, qualora lo voglia. Si incoraggia

⁴ Startup a vocazione sociale: Startup attive nei settori reputati di particolare valore sociale.

inoltre al superamento della visione classica di *fallito* in favore di una più contemporanea che vede lo startupper accresciuto sensibilmente in fatto di esperienza. Il fallimento tuttavia fungeva da deterrente per possibili comportamenti opportunistici dell'imprenditore, conseguentemente il venir meno potrebbe favorire la nascita di conflitti tra imprenditore e finanziatori.

2..2.1 Altre misure adottate

A partire dal 29 giugno 2012, con l'Art. 2463-bis, si introduce una nuova tipologia di impresa denominata la S.R.L.S., Società a Responsabilità Limitata Semplificata (Gazzetta Ufficiale, 2012). Le peculiarità di questa tipologia di società, ovvero il fatto di poter essere costituita solamente da persone fisiche con età inferiore a 35 anni e la possibilità di costituirla con un capitale sociale minimo di un euro fino a un massimo di 10.000 euro, trovano perfetta applicazione con le caratteristiche delle startup innovative.

Un'altra misura messa a punto dal governo per incentivare gli investimenti in ricerca e sviluppo è il Decreto "*Patent Box*" del 30 luglio 2015 con il quale si dà la possibilità alle startup di poter escludere dalla tassazione il 50% del reddito derivato dallo sfruttamento di *asset* immateriali come marchi e brevetti, con l'obiettivo di aumentare l'attrattiva del mercato italiano agli occhi degli investitori.

Con "*Italia Startup Visa*" viene rivisto l'iter per la concessione dei visti in ingresso per lavoratori autonomi, semplificando gli adempimenti burocratici a carico dei cittadini extra UE che vogliono fare impresa in Italia. Sulla scia di questo programma è nato anche "*Italia Startup Hub*", che permette di applicare le semplificazioni introdotte dal programma *Italia Startup Visa* anche ai cittadini extracomunitari che già si trovano in Italia e che intendono rimanere per avviare una startup innovativa. Il programma *Italia Startup Hub* dà la possibilità di convertire il permesso di soggiorno in scadenza di un cittadino non UE al momento in Italia in un permesso per lavoro autonomo di startup evitando l'inutile uscita e rientro del soggetto in Italia.

Fino ad ora, secondo il rapporto quadrimestrale sui programmi *Italia Startup Visa* e *Italia Startup Hub*, sono state avanzate 100 candidature per il primo programma da parte di cittadini di tutti i continenti, tra i vari paesi spiccano Russia con 24 candidature, Stati Uniti con 12 e Ucraina con 10 candidature. Di queste, 62 hanno avuto esito positivo, mentre 22 sono state rifiutate per la debolezza dell'idea di business o per la mancanza di innovatività, 16 invece sono in fase di valutazione (Ministero dello Sviluppo Economico, 2016).

Per quanto riguarda il secondo programma, sono state avanzate cinque candidature, due da parte di due ragazzi della Corea del Sud che intendono avviare una startup innovativa di *tech-fashion*, due dall'Iran per due progetti distinti di trasformazione di rifiuti in materiali chimici riutilizzabili nei processi produttivi, una per un progetto di monitoraggio delle reti energetiche

sotterranee e una dagli Stati Uniti per un progetto ancora in fase di definizione. Tutte e cinque hanno avuto esito positivo e hanno portato alla conversione dei permessi di soggiorno in permessi per lavoro autonomo (Ministero dello Sviluppo Economico, 2016).

2.4 SITUAZIONE ODIERNA DELLE STARTUP IN ITALIA

Grazie ai dati forniti dai report trimestrali di Infocamere, si illustra di seguito la situazione dell'industria delle startup aggiornata a giugno 2016.

A fine giugno 2016 in Italia si contano 5.943 startup innovative iscritte al Registro delle Imprese, registrando un aumento del 9,27% rispetto alla fine del secondo trimestre del 2016, una crescita pari a circa nove volte il tasso di crescita rilevato nello stesso periodo sul totale delle società di capitali, in crescita dell'1,16%, considerando che le startup innovative rappresentano lo 0,38% del milione e mezzo di società di capitali italiane. Il capitale sociale medio di ciascuna startup innovativa è di circa 55 mila euro per impresa, in aumento dell'8,33% rispetto a marzo 2016 dove si riscontrava un capitale sociale medio di circa 51 mila euro per impresa (InfoCamere, 2016).

I principali settori di attività sono quello dei servizi alle imprese, che vede la presenza del 72% del totale delle startup, il settore dell'industria con il 18,9% e quello del commercio con il 4,4%. Le attività principali riguardano la produzione di software, i servizi di consulenza informatica e la creazione di computer, prodotti elettronici, prodotti ottici e di altri macchinari. Le società con una compagine societaria prevalentemente femminile sono in tutto 813, ovvero il 13,7% del totale. Le startup giovanili, imprese che vedono all'interno della loro compagine societaria la presenza di giovani under 35, sono 1.323, il 22,3% del totale, più del triplo rispetto alla situazione nelle società di capitali che si attesta al 6,7%.

La disposizione delle startup innovative sul territorio rispecchia le caratteristiche del panorama produttivo italiano. Le regioni trainanti sono la Lombardia con 1.285 startup innovative, il 21,6% del totale, l'Emilia Romagna con 703 (11,8%), il Lazio con 601 (10,1%), il Veneto con 450 (7,6%) e il Piemonte con 387 unità (6,5%). In termini assoluti, Milano, con 874 startup innovative, il 14,7% del totale, è la provincia che ne ospita il maggior numero.

Gli indicatori di redditività ROI e ROE di settore registrano valori negativi, ma prendendo in considerazione solamente le imprese in utile, si rileva una situazione migliore rispetto alle altre società di capitali, con un ROI medio per le startup di 0,10, mentre per le altre società di capitali si attesta allo 0,02, e con un ROE medio di 0,21 per le startup contro lo 0,03 delle altre società di capitali. Sempre limitatamente alle imprese in utile, le startup generano più valore aggiunto sul valore totale di produzione, mediamente 33 centesimi, rispetto alle altre società di capitali, 21 centesimi (InfoCamere, 2016).

Per quel che riguarda il profilo occupazionale, le startup con dipendenti sono 2.356 e danno lavoro a 8.193 persone, si consideri tuttavia che più della metà delle startup non impiega più di due lavoratori (InfoCamere, 2016).

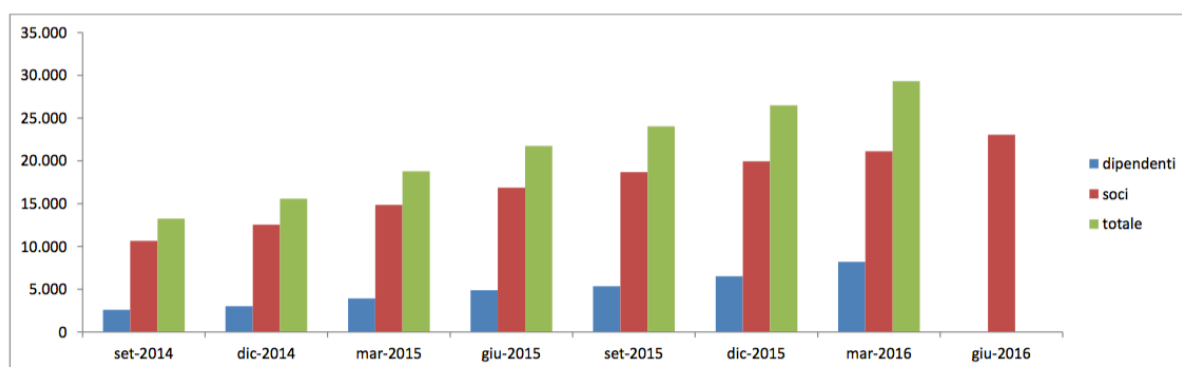


Tabella 1 - Totale di soci e dipendenti nelle startup innovative (InfoCamere, 2016)

Da questi dati si evince che gli imprenditori svolgono un ruolo operativo e strategico all'interno della società, dove il loro *know how* rappresenta un fattore chiave per il successo del business.

In uno studio condotto dal Ministero dello Sviluppo Economico, si dimostra che nel 2015 la distribuzione delle startup innovative in rapporto alle imprese complessivamente attive nelle regioni italiane rifletteva, in parte, la distribuzione dei laureati in discipline tecniche e scientifiche (Ministero dello Sviluppo Economico, 2015).

Confrontando i dati raccolti con gli anni precedenti, si evidenzia una crescita molto sostenuta di startup innovative. A fine settembre 2014 il numero di startup innovative registrate presso il Registro delle Imprese era pari a 2.630 unità, meno della metà di quelle presenti oggi, ed erano dotate di un capitale sociale medio pari a circa 40 mila euro a impresa, sensibilmente inferiore alla media odierna. Nel 2014 si registrava inoltre una prevalenza di startup innovative in perdita (56,5%) rispetto a quelle che registravano un utile d'esercizio (43,5%) (InfoCamere, 2014). Si riscontra infatti una crescita molto sostenuta già a fine marzo 2015, dove si rilevavano 3.711 startup innovative con capitale medio pari approssimativamente a 52 mila euro (InfoCamere, 2015).

CAPITOLO 3 - H FARM

3.1 PRESENTAZIONE DELL'AZIENDA

H-Farm è un'impresa che ha l'obiettivo di contribuire allo sviluppo tecnologico e innovativo del territorio (H-Farm, 2016).

Nata dall'idea visionaria di Riccardo Donadon nel 2005 a Ca' Tron di Roncade (Treviso), è un'impresa attiva in tre *Strategic Business Unit*, evoluzione data dalle esigenze rilevate nel territorio dato che inizialmente H-FARM si poneva con lo stesso modello di business dei due principali acceleratori americani, ovvero YCOMBINATOR e TECHSTARS, ovvero come puro acceleratore. H-Farm si presenta un'azienda attiva in tre divisioni:

- *H-FARM Industry*: divisione che fornisce consulenza e supporto alle aziende per attraversare le fasi di trasformazione tecnologica con l'obiettivo di renderle competitive in un mercato in rapida evoluzione. La tematica dei cambiamenti tecnologici è cruciale per tutte le imprese, ma in special modo per le imprese italiane che sono ancora ancorate ad un'idea di imprenditorialità tipicamente classica. H-FARM ha quindi colto l'opportunità, grazie alla vocazione tecnologica che la caratterizza, di specializzarsi in questa nicchia di mercato della consulenza, fornendo attività di supporto di alto livello grazie soprattutto alla vivacità dell'ambiente in cui si sviluppa l'azienda.
- *H-FARM Education*: si occupa dell'attività di formazione, con il lungimirante obiettivo di formare dei giovani competenti e preparati ad affrontare sfide che riguardano l'innovazione e il digitale. Più nel dettaglio H-FARM ha acquisito l'H-International School S.r.l., ottenendo tutte le autorizzazioni per offrire dei percorsi formativi in lingua inglese a partire dalla scuola materna fino al liceo. Inoltre la divisione Education ha ottenuto il pieno controllo della società Digital Accademia che fornisce percorsi di master per laureati e manager. La posizione strategica del ramo dedicato all'educazione, all'interno di una società che ha accesso privilegiato al mondo delle imprese tramite H-FARM Industry e al mondo dell'innovazione digitale grazie ad H-FARM Investment, permette di sviluppare un modello di business altamente competitivo e difficilmente replicabile dalla concorrenza.
- *H-FARM Investment*: SBU centrale nell'attività della società, anche se non è più l'unico core business, e su cui si concentrerà questo studio. La divisione investimenti si divide a sua volta in due segmenti, quello di Incubazione e Accelerazione, H-FARM opera infatti come incubatore certificato di startup innovative (ex. Decreto Crescita 2.0 – Decreto Legislativo n. 179/2012, convertito con modificazioni in Legge numero 221/2012 e successive modifiche), e quello di Seed che vede lo sviluppo, con

ammontare di capitali significativamente più ingenti, di startup già avviata, spesso proprio dal programma di incubazione e accelerazione.

La *vision* aziendale è caratterizzata da un forte legame con il territorio, facendo convergere l'importanza data ai settori trainanti del Made in Italy e la passione per la tecnologia dell'azienda. Il risultato è la nascita di nuove iniziative imprenditoriali digitali, ma che hanno come oggetto le eccellenze italiane quali la cucina, l'arredamento o la moda.

Al 2015, lavoravano nelle diverse startup di H-FARM più di 550 ragazzi (H-Farm, 2016).

3.2 LA SITUAZIONE FINANZIARIA DI H-FARM

Dal mese di novembre 2015 H-Farm S.p.A. è una società quotata. In sede di IPO sono stati raccolti 20.215.000 euro, con un valore di mercato di 1,00 euro per azione e un valore nominale di 0,10 euro per azione (Fascicolo di Bilancio H-Farm al 31.12.2015).

In data 29 agosto 2016, il titolo è scambiato nel mercato AIM Italia ad un prezzo di 0,73 euro per azione, segnando una performance del -4,58% rispetto al mese precedente, e del -18,89%⁵ rispetto ai sei mesi antecedenti. Questi dati possono essere interpretati asserendo che il mercato possa non ritenere adeguato il valore dell'impresa stabilito in sede di IPO con quello effettivo, alla luce anche dei dati presentati a bilancio come si approfondirà in seguito. Tuttavia, si riscontra il grande potenziale di alcuni progetti attivi, come ad esempio quello legato alla divisione *education*, che secondo le previsioni fatte dalla stessa H-Farm saranno in grado di generare ricchezza per gli azionisti.

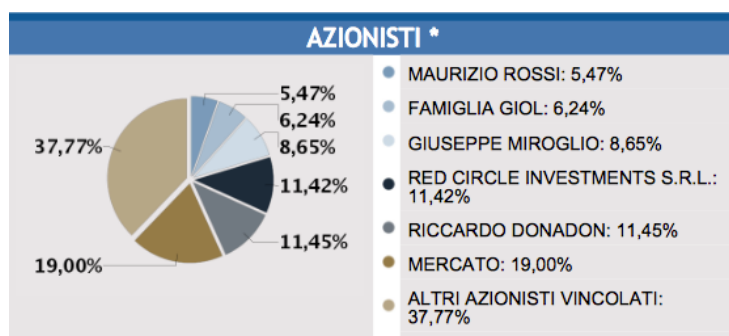


Figura 1 - Azionisti H-Farm, Fonte: Borsa Italiana.
<http://www.borsaitaliana.it/companyprofile/pdf/it/20079.pdf>

Le azioni presenti sul mercato rappresentano il 19% della capitalizzazione totale. Gli investitori che spiccano per il numero di partecipazioni sono, come si evince dal grafico, Riccardo Donadon, fondatore di H-Farm, che ne detiene l'11,45%, Red Circle

Investments S.r.l., società d'investimento della famiglia di Renzo Rosso, patron di Diesel, che ne detiene l'11,42%, mentre il restante è suddiviso tra altri azionisti vincolati⁶.

Da bilancio risulta un EBITDA negativo, pari a -932 mila euro se si considerano le tre strategic business unit unitariamente, mentre si evidenzia un EBITDA positivo per la business unit industry, pari a 2.396.000 euro, un dato negativo pari a -219.000 euro per la business unit education, e un ulteriore dato negativo pari a -85.000 euro per la divisione investment, a cui si aggiungono i costi di gestione comuni a tutte e tre le divisioni per un totale di 3.024.000 euro. Si segnala tuttavia che per la sezione investment, i principi contabili utilizzati non permettono di evidenziare i plusvalori generati dalle altre partecipazioni. Il dato riguardante la divisione education invece risente del fatto di essere nella fase di avvio del progetto, l'H-Farm

⁵ <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/aim-italia/scheda/IT0004674666.html?lang=it>; Ultimo aggiornamento al 30/08/2016.

⁶ <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/aim-italia/scheda/IT0004674666.html?lang=it>; Ultimo aggiornamento al 30/08/2016.

International School S.r.l. è stata infatti rilevata nel corso del 2015. Le previsioni fatte dall'azienda prevedono il raggiungimento di una soglia di maturità adeguata della scuola solo a partire dal 2018-2019. Il valore della produzione, in data 31 dicembre 2015, è stato pari a 24,8 milioni di euro, dato ben oltre le attese previste dal mercato al momento della quotazione, stimato a 21,7 milioni di euro. Si riscontra tuttavia una perdita d'esercizio pari 4,5 milioni di euro per l'esercizio 2015 (Fascicolo di Bilancio H-Farm al 31.12.2015).

La situazione finanziaria che si ricava da un'analisi degli indici di bilancio è quella di una struttura societaria solida, con un indice di tesoreria ricavato rapportando le disponibilità di cassa e i crediti a breve termine contro le passività correnti, è pari al 285%, confermando un grado di liquidità immediata dell'azienda molto forte, dato che risente della recente quotazione in borsa e della rapida raccolta di denaro conseguente.

Anche il quoziente di struttura, ottenuto rapportando il patrimonio netto con le immobilizzazioni in essere è positivo, pari al 162%, assicura che la società è solida e ben finanziata.

3.3 H-FARM INVESTMENT

H-Farm Investment è la divisione di H-Farm che si occupa di finanziamenti in startup e si divide in tre segmenti:

1. Startup Acceleration;
2. Corporate Acceleration;
3. Seed Financing;

3.3.1 Startup Acceleration e Corporate Acceleration

Il programma di accelerazione di startup è ciò che ha reso famosa l'azienda.

Grazie al supporto del dott. Pietro Pollichieni, impegnato nella divisione Investment di H-Farm, ho potuto raccogliere informazioni specifiche e concrete circa il modus operandi dell'azienda di Roncade.

Non diversamente dagli altri acceleratori, il programma di accelerazione di H-FARM prevede una valutazione iniziale dell'idea di business che emerge dai colloqui con gli imprenditori. In questa fase, essenzialmente embrionale, spesso il team non è ancora completo o ben definito.

La valutazione dell'idea è soggetta a giudizi fortemente soggettivi data la mancanza di dati statistici storici su cui condurre un'analisi finanziaria accurata. Assumono quindi grande importanza sia, ovviamente, le potenzialità e la fattibilità dell'idea imprenditoriale, che la determinazione, la coesione e le capacità del team di imprenditori.

La valutazione della startup è sempre sotto il milione di euro, e la partecipazione dell'acceleratore è tra il 5 e il 10% effettuando investimenti tra 80.000 e 100.000 euro, di cui circa 25.000 euro in cash e il resto in servizi. In questa fase tuttavia, H-Farm segnala di non effettuare finanziamenti attraverso la tecnica di stage financing per due ragioni: innanzitutto perché l'apporto in contanti è molto contenuto, e soprattutto perché sarebbe controproducente, impedendo uno sviluppo efficiente dell'idea imprenditoriale.

Al momento sono in atto quattro diversi programmi di accelerazione: H-FARM FOOD ACCELERATOR (in partnership con CISCO⁷); H-FARM FASHION&RETAIL ACCELERATOR (in partnership con CISCO); INTERNET OF THINGS ACCELERATOR (in collaborazione con Deutsche Bank); CORPORATO ACCELERATION.

Per i primi due programmi di accelerazione l'incubatore fornisce gli spazi di lavoro, comprensivi di accesso a WiFi ultraveloce, vitto e alloggio per i quattro mesi di durata del programma. La dotazione iniziale conferita ad ogni team è pari a 20.000 euro, a cui si aggiunge

⁷ Cisco: Azienda leader nel settore IT, fornisce soluzioni tecnologiche di networking e supporto alle imprese.

un apporto di servizi, per un valore complessivo di più di 80 mila euro (stimato da H-Farm), con la conseguente possibilità di inserirsi successivamente nel programma di seed ottenendo ulteriori finanziamenti.

Durante tutta la fase di accelerazione, H-FARM mette a disposizione degli startupper un team di professionisti, composto da un *Accelerator Director*, un *Program Manager* e un *Program Assistants and Operations Manager*, che fornisce un costante supporto per rispondere a tutte le loro esigenze. Oltre al supporto dei professionisti le startup hanno accesso ad oltre cinquanta servizi gratuiti o scontati forniti dai partner aziendali, come ad esempio fornitori di web hosting e di email marketing.

Al termine del programma, i cinque team sono chiamati a presentare i loro progetti durante un *Demo Day*, evento in cui ciascuna startup presenta il proprio progetto ad un pubblico costituito da investitori, grandi aziende e business angel provenienti da tutto il mondo, dando la possibilità agli aspiranti imprenditori di poter sviluppare la loro idea grazie a realtà più grandi e con maggiore disponibilità economica di H-Farm.

La fase di selezione per questo programma prevede una prima scrematura, che trattiene le idee ritenute a prima vista più interessanti, e una successiva fase di selezione, di persona o in videoconferenza, che permetterà di individuare le cinque startup vincenti.

Per quanto riguarda invece il programma di accelerazione per l'Internet of Thing, in collaborazione con Deutsche Bank, si selezionano startup innovative appartenenti appunto al mondo dell'Internet of Thing, sia nei settori legati ai consumatori finali, come ad esempio prodotti di domotica, automotive, beni di consumo e metodi di pagamento, sia nei settori legati alle imprese, specializzati in soluzione di logistica, creazione di macchinari, servizi legati al supply chain e al commercio. Le startup che selezionate seguono un programma del tutto simile a quello previsto dai due programmi di accelerazione analizzati, attingendo anche al supporto fornito da Deutsche Bank.

L'ultimo programma di accelerazione è un programma di Corporate Acceleration, dedicato alle aziende per aiutarle a innovarsi e ad integrare al proprio interno nuove idee. Il Corporate Acceleration Program prevede un'analisi e una definizione degli obiettivi aziendali con riferimento al settore in cui si vuole investire. Successivamente H-Farm si attiva per ricercare le migliori startup che si vogliono candidare a partecipare al programma.

Anche per le startup selezionate con questo programma sono previsti gli stessi aiuti e le stesse dinamiche di supporto ideate per gli altri programmi di accelerazione.

Al momento sono due i programmi di accelerazione attivi: l'Ex Machina con Porsche Italia e il Wellness Accelerator Program Powered by Technogy.

3.3.2 Seed Financing

Il *seed financing* è la prosecuzione naturale, per le startup di successo, del programma di accelerazione.

Per questo programma, gli analisti effettuano delle stime variabili sul valore delle startup oggetto di valutazione, attribuendo un valore all'impresa che si attesta tra gli 800 mila euro e i 2,5 milioni di euro e, sulla base di queste stime, effettuano investimenti generalmente compresi tra i 100 mila euro e un milione di euro, prevedendo fin da subito un orizzonte di exit mediamente tra i sette e i dieci anni a partire dal momento della sottoscrizione dell'accordo di investimento. In cambio dei conferimenti effettuati si richiede fino al 30% delle quote societarie, mantenendo sempre una quota di minoranza per non indebolire la compagine imprenditoriale. Sulle basi dell'analisi di un generico contratto di investimento, fornito direttamente da H-Farm, si elencano e si analizzano di seguito alcune peculiarità che contraddistinguono l'accordo di investimento tra il venture capitalist e il team di imprenditori:

1. Come requisito di base si richiede l'iscrizione della società costituenda nella sezione speciale del Registro delle Imprese riservata alle startup innovative, sottolineando l'interesse per entrambe le parti che la società mantenga tale iscrizione per poter beneficiare di tutte le possibili agevolazioni previste dal nostro ordinamento giuridico per questo specifico tipo di impresa, come analizzato nel paragrafo 2.2 "Misure adottate in Italia per favorire la nascita di un ecosistema di startup".
2. L'azienda, nella fattispecie H-Farm, si impegna a conferire alla società costituenda:
 - 2.2 la proprietà e la gestione dei domini e degli URL dedicati e creati ad hoc per l'impresa, includendo ogni diritto su di essi e sul traffico internet ad essi collegato;
 - 2.3 i contenuti dei siti web e delle applicazioni relative all'impresa nascente, comprendendo motori di ricerca interni, codici sorgente, codici oggetto, *compiler*, script, interfacce, librerie, database, registri, algoritmi, architetture, strumenti di sviluppo, contenuti e documentazione in qualsiasi formato o supporto, inclusi tutti i miglioramenti e aggiornamenti ad essi correlati;
 - 2.4 tutti i contratti e gli accordi in essere con i fornitori e l'elenco dei clienti del servizio per implementare il network di relazioni della startup nascente;
 - 2.5 la proprietà intellettuale degli asset sviluppati fino a quel momento, compresi i marchi, i brand, i loghi (sia loghi registrati che non registrati), i brevetti, il know-how, le invenzioni, i modelli e i disegni industriali, la tecnologia in uso e ogni altra informazione pubblica o riservata.
 - 2.6 i permessi, le autorizzazioni, i certificati e le licenze necessari al proseguimento dell'attività della società e al raggiungimento dell'oggetto sociale.

Con i conferimenti appena elencati si concretizza parte dell'aiuto in servizi e in assistenza che l'incubatore fornisce alle startup nella fase di early stage per raggiungere un vantaggio competitivo nel breve periodo.

3. L'accordo prevede che le parti si impegnino a compiere tutto il necessario al fine di consentire l'investimento e di procedere al *closing*. Le parti convengono che per tutta la durata dell'investimento nella società siano rispettati i patti parasociali con cui si perfezionano le particolarità della fattispecie per consentire il raggiungimento della struttura qualitativa e organizzativa tipica di un'impresa *backed*⁸ e non direttamente tutelata dall'ordinamento giuridico se non con clausole ad hoc dell'atto costitutivo. L'investimento infatti ha lo scopo di consentire e supportare finanziariamente lo sviluppo delle attività della società attraverso l'implementazione e la realizzazione di quanto riportato nel *Business Plan*.
4. La società deve essere amministrata da un organo di amministrazione collegiale. A titolo di esempio, H-Farm suggerisce che il Consiglio di Amministrazione della startup sia composto da tre membri, due dei quali designati dai soci fondatori e un membro designato dai finanziatori, con una durata dell'incarico degli amministratori fissata a tre esercizi, individuando come ultima scadenza la data di approvazione dell'ultimo bilancio d'esercizio. H-Farm segnala inoltre che al momento della nomina del Consiglio di Amministrazione sia stipulata un'apposita polizza assicurativa in favore dei membri del Consiglio di Amministrazione come fonte di tutela per i rischi in cui è possibile incorrere.
5. Nel caso in cui un socio fondatore, o più di uno, si comporti da *bad leaver*, ovvero decida o di dimettersi dal ruolo operativo rivestito nella società senza il previo consenso scritto degli investitori, o nel caso in cui uno o più soci fondatori siano revocati dalla carica amministrativa eventualmente ricoperta nella società per giusta causa o giustificato motivo, i soci investitori e i soci fondatori diversi dai bad leaver hanno il diritto di acquistare fino al 100% delle quote detenute dai soci uscenti, i quali a loro volta hanno l'obbligo di cederle agli investitori e agli altri soci fondatori al costo del valore nominale delle quote oggetto della cessione.
6. In questo punto vengono definite le modalità con cui si affronta il diritto di trascinarsi, detto anche *drag along*. Questo, a partire dal trentaseiesimo mese dalla data di sottoscrizione dell'accordo di finanziamento, e qualora non sia stato effettuato un ulteriore round d'investimento per un valore pari ad almeno un milione di euro,

⁸ Impresa backed: impresa in fase di incubazione.

prevede che nel caso in cui i soci investitori ricevano da un terzo (il cosiddetto “terzo acquirente”) un’offerta per l’acquisto di una partecipazione a seguito del quale si verifichi un cambio di controllo della società, si prevede che i soci investitori con decisione assunta con una maggioranza del 70% sulla base delle quote di partecipazione, abbiano il diritto di pretendere che i soci trasferiscano allo stesso terzo acquirente anche la totalità delle loro quote ai medesimi termini e alle medesime condizioni pattuiti dal terzo acquirente con i soci investitori.

7. In questo punto viene definito il *tag along*, azione con cui i soci fondatori possono effettuare, a favore di terzi, trasferimenti di tutta o parte della propria partecipazione nel capitale della società soltanto a seguito del perfezionamento della procedura di *co-vendita* prevista a favore degli investitori e nel rispetto dei vincoli imposti dallo statuto della società. Il diritto di co-vendita sarà esercitato da parte dei soci fondatori secondo quanto previsto dalla procedura di esercizio del diritto di prelazione prevista dallo statuto societario.
8. Gli imprenditori conservano la possibilità di trasferire parte delle proprie quote a figure professionali ritenute necessarie allo sviluppo della società e al conseguimento dell’oggetto sociale, purché sia rispettato il limite del 10% della rispettiva partecipazione al capitale sociale.
9. I soci fondatori si impegnano a rispettare il divieto di concorrenza, e concretamente si impegnano a non prestare la propria attività, né direttamente né indirettamente a favore di qualsiasi impresa concorrente, si impegnano a non assumere, né direttamente né indirettamente.

La disciplina contrattualistica adottata da un acceleratore in fase di *seed* ha lo scopo di tutelare l’investimento effettuato e di disciplinare le eventuali fonti di conflitto che possono aver luogo durante l’esercizio dell’attività d’impresa. Le clausole che limitano l’uscita di un socio imprenditore o che vietano la concorrenza consentono di tutelare l’investimento salvaguardando direttamente l’oggetto sociale individuato come centro nevralgico degli interessi degli investitori.

H-Farm finora ha compiuto con successo sette exit, con l’ausilio di banche d’investimento e fondi di private equity. L’impresa inoltre segnala che durante il programma di seed non si riscontrano conflitti tra l’incubatore e il team di imprenditori, questo può essere spiegato considerando che per gli imprenditori essere all’interno di un programma di seed rappresenta una grande opportunità per far decollare la propria impresa. Anche se molto rari, si sono rilevate invece divergenze all’interno del team di imprenditori. In questo caso H-Farm cerca in primo luogo di una possibile soluzione per risolvere il conflitto in atto, fornendo supporto e assistenza.

Se invece questo fatto risulta di difficile risoluzione si procede all'allontanamento del socio fonte di conflitti secondo le modalità previste dal contratto di finanziamento.

CONCLUSIONE

Con il presente elaborato è stata condotta un'analisi su quelle che a mio avviso sono le tematiche che meritano particolare attenzione in materia di venture capital, incubatori e acceleratori.

I finanziamenti effettuati da investitori istituzionali in imprese di nuova costituzione presentano un alto rischio dovuto all'incertezza tipica del settore e al rischio di fallimento a cui sono soggette le imprese nella fase di avvio. A questo si aggiunge l'elevato grado di asimmetrie informative che si interpongono tra gli imprenditori e i finanziatori e tra i finanziatori e gli investitori dei fondi. Venture capitalist, incubatori e acceleratori svolgono il loro lavoro di finanziamento grazie agli investimenti di privati che decidono di allocare parte delle proprie disponibilità economiche in investimenti ad alto rischio, affidandosi alle competenze di soggetti esperti del settore. Tuttavia, i detentori del set informativo più completo circa il business imprenditoriale sono gli imprenditori, e qualora l'oggetto dell'attività sia altamente specifico, questi possono fornire ai finanziatori informazioni non corrispondenti alla realtà per scontare un prezzo più basso sui round di finanziamento o per diminuire il rischio di non veder confermati finanziamenti futuri. Inoltre, i soggetti che hanno investito in fondi di venture capital, acceleratori o incubatori sono impotenti di fronte alle scelte di investimento di questi soggetti potendo valutare il loro operato solamente tramite report periodici.

Le considerazioni presentate nel primo capitolo vogliono dimostrare che, utilizzando una tecnica di finanziamento per stadi e una contrattualistica adeguata si possono ridurre al minimo questi possibili comportamenti opportunistici salvaguardando la *nobiltà* di questo tipo di finanziamento per far crescere una nuova classe di imprese tecnologiche, creare occupazione e creare ricchezza all'interno di un territorio.

Se si guarda allo stato di attuazione di tali misure nel mercato italiano, come analizzato nel secondo capitolo, si riscontra una normativa che ha colto i problemi esistenti, grazie anche all'analisi "Restart Italia" condotta nel 2012 da un team di esperti del settore, tra cui anche il fondatore di H-Farm, Riccardo Donadon, e ha avanzato cambiamenti importanti per incoraggiare la nascita e la crescita di startup tecnologiche nel nostro Paese. Misure come l'istituzione di una sezione speciale presso il Registro delle Imprese dedicata esclusivamente alle startup tecnologiche che si definiscono tali dimostrando di rispettare determinate caratteristiche, e le conseguenti agevolazioni sul piano fiscale e burocratico a cui dà diritto tale iscrizione, hanno incoraggiato la nascita di idee imprenditoriali che probabilmente non avrebbero mai visto la luce, o che si sarebbero sviluppate in un Paese con una normativa più conveniente per chi decide di fare impresa partendo da zero.

Il bisogno dei giovani imprenditori di ricevere un supporto concreto è stato accolto da acceleratori e incubatori, che oltre a un finanziamento forniscono supporto agli imprenditori attraverso mentoring, networking e assistenza nelle fasi critiche aziendali, come fa ad esempio H-Farm che mette a disposizione del team di imprenditori un gruppo di esperti del settore.

Prendendo l'esempio di H-Farm, acceleratore leader in Italia, si dimostra che un ambiente favorevole allo sviluppo permette la nascita di idee e di progetti ambiziosi che rispondono alle richieste del mercato con creatività e audacia

Una fitta rete di investitori coraggiosi, una sensibilizzazione culturale sui temi legati all'imprenditorialità e un sistema normativo adatto sono un mix vincente per permettere la nascita, con più facilità, di un ecosistema vivo di imprese innovative.

BIBLIOGRAFIA

1. Allen, F., Song, W., 2002. *Venture Capital and Corporate Governance*. The Wharton Financial Institutions Center, Working Paper.
2. Cambridge Associates, 2015. *U.S. Venture Capital Index and Selected Benchmark Statistics*.
3. Chan, Y. S., 1983. *On the Positive Role of Financial Intemediation in Allocations of Venture Capital in a Market with Imperfect Information*. Journal of Fincance 38(5): 1543-1568.
4. Dempwolf, C. S., Auer, J., D'Ippolito, M., 2014. *Innovation Accelerators: Definining Characteristics Among Startup Assistance Organizations*. SBA Office of Advocacy.
5. Di Camillo, A., et al., 2012. *Restart, Italia! Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall'innovazione, dalla nuova impresa*. Rapporto della Task Force sulle startup istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico.
6. Festel, G., Wuermseher, M., Cattaneo, G., 2013. *Valuation of Early Stage High-tech Start-up*. International Journal of Business, 18(3), 2013.
7. Fishback, B., et al., 2007. *Finding Business Idols: A new model to accelerate start-ups*. Ewing Marion Kauffman Foundation, Working Paper.
8. Gompers, P., Lerner, J., 1999. *What Drives Venture Capital Fundrasing?* National Bureau of Economics Research, Working Paper.
9. H-Farm, 2016. *Fascicolo di Bilancio al 31.12.2015*.
10. Hatten, T., 2009. *Small Business Management: Entrepreneurship and Beyond*. Quarta Edizione, ed. Mason.
11. Hellmann, T., Puri, M., 2000. *The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital Support*. Journal of Finance 57, 169-197.
12. Hoffman, D. L., Radojevich-Kelly, N., 2012. *Analysis of Accelerator Companies: An Exploratory Case Study of Their Programs, Processes, and Results*. Small Business Institute Journal 2012, Vol.8, N. 2, 54-70.
13. Infocamere, 2014, *Cruscotto di Indicatori Statistici, Report con Dati Strutturali sulle startup innovative*.
14. Infocamere, 2015, *Cruscotto di Indicatori Statistici, Report con Dati Strutturali sulle startup innovative*.

15. Infocamere, 2016, *Cruscotto di Indicatori Statistici, Report con Dati Strutturali sulle startup innovative*.
16. Isabelle, D. A., 2013. *Key Factors Affecting a Technology Entrepreneur's Choice of Incubator or Accelerator*. Technology Innovation Management Review, 16-22.
17. Jones, C. M., Rhodes-Kropf, M., 2004. *The Price of Divesifiable Risk in Venture Capital and Private Equity*. Working Paper.
18. Kannianen, V., Keuschnigg, C., 2003. *The Optimal Portfolio of Start-up firms in Venture Capital Finance*. Journal of Corporate Finance 9 (2003) 521-534.
19. Klausner, M., e Litvak, K., 2001. *What Economists Have Taught us about Venture Capital Contracting*. Working Paper 221, Stanford Law School.
20. Kortum, S., Lerner, J., 2000. *Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation*. Rand Journal of Economics 31, 674-692.
21. Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., Lévesque M., 2011. *Business Angel Early Stage Decision Making*. Journal of Business Venturing 26, 212-225.
22. Ministero dello Sviluppo Economico, 2016. *Scheda di sintesi della policy a sostegno delle startup innovative*.
23. Ministero dello Sviluppo Economico, 2016. *Rapporto Visa&Hub*.
24. Ministero dello Sviluppo Economico, 2015, *Rapporto Visa&Hub*.
25. Ministero dello Sviluppo Economico, 2014, *Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno dell'ecosistema delle startup innovative*.
26. Ministero dello Sviluppo Economico, 2015, *Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno dell'ecosistema delle startup innovative*.
27. Mitchell, L., 2010. *Beyond licensing and incubators: Next-Generation approaches to entrepreneurial growth at universities*. Ewing Marion Kauffman Foundation.
28. Morchio, M., Mazzara, D., 2015. *Il Corporate Venture Capital: Una possibile via per innovare e favorire la ripresa in Italia*. Accenture Strategy, Working Paper.
29. O'Connel, B., 2011. *Start X: Training ground for Stanford's best and brightest*. Ewing Marion Kauffman Foundation.
30. O'Donnel, J., 2010. *Borrowing from friends, family? Put it in writing*. USA Today.
31. Sahlman, W. A., 1990. *The Structure and Governance of Venture Capital Organizations*. Journal of Financial Economics 27, 473-521.
32. Sanders, W. G., Boive, S., 2004. *Sorting Things Out: Valuation of New Firms in Uncertain Markets*. Strategic Management Journal, 25, 167-186.
33. Santana Félix E. G., Pacheco Pires C., Azzim Gualmhussen, M., 2008. *The Exit Decision in the European Venture Capital Market*. CEFAGE Working Paper.

34. Szego, B., 2002. *Il Venture Capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*. Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale, N. 55.
35. Zider, B., 1998. *How Venture Capital Works*. Harvard Business Review, Nov. 1998: 131-139.

SITOGRAFIA

1. www.borsaitaliana.it
2. www.gazzettaufficiale.it
3. www.hfarm.com
4. www.finance.yahoo.com
5. www.ycombinator.com